

国际化进程全面加速，创新研发持续兑现

2025 年 10 月 28 日

► **业绩保持稳定增长。**2025 年 10 月 28 日，恒瑞医药发布 2025 年第三季度报告。2025 年前三季度公司实现营业收入 231.88 亿元，同比增长 14.85%；实现归母净利润 57.51 亿元，同比增长 24.50%；实现扣非归母净利润 55.89 亿元，同比增长 21.08%。2025 年单三季度，公司实现营收 74.27 亿元，同比增长 12.72%；实现归母净利润 13.01 亿元，同比增长 9.53%；实现扣非归母净利润 13.17 亿元，同比增长 16.89%。公司业绩保持稳定增长。

► **国际化进程全面提速。**2025 年三季度，公司三项海外 BD 授权交易陆续落地，持续推进国家化进程：（1）7 月 28 日，公司与 GSK 达成合作，共同开发至多 12 款创新药物（含 HRS-9821 大中华区以外授权），公司获得 5 亿美元首付款，潜在总金额约 120 亿美元的选择权行使费和里程碑付款，及相应的分梯度的销售提成；（2）9 月 5 日，公司以“NewCo 模式”将 HRS-1893 海外权益授权给 Braveheart Bio，首付款含现金及等值股权共 6500 万美元以及完成技术转移后的 1000 万美元近里程碑款，公司还将收取最高可达 10.13 亿美元的与临床开发和销售相关的里程碑付款，及相应的销售提成；（3）9 月 24 日，公司将瑞康曲妥珠单抗部分国际市场权益授权给 Glenmark，在保留中美欧日等主要市场基础上，收取 1800 万美元首付款，另有最高可达 10.93 亿美元的与注册和销售相关的里程碑付款，及相应的销售提成。此外，公司瑞康曲妥珠单抗获得美国孤儿药认证，并不断强化国际化人才体系建设。看好公司国际化进程全面提速。

► **创新研发持续兑现。**公司创新研发持续兑现。2025 年第三季度，公司 EZH2 抑制剂泽美妥司他片及海外引进的全氟己基辛烷滴眼液获批上市。此外，公司 8 项 NDA 获得受理，其中包括 HRS9531 注射液用于成人长期体重管理适应症，该产品在为期 48 周的 III 期减重临床试验中，6mg 剂量组平均减重 19.2%，且安全性良好。在 2025 ESMO 年会上，公司发布了 46 项肿瘤领域研究成果，其中包含 9 项口头报告和 2 项简短的口头报告。目前公司已在中国获批上市 24 款 1 类创新药和 5 款 2 类新药，同时在研管线储备充足，有 100 多个自主创新产品正在临床开发，400 余项临床试验在国内外开展。看好公司创新研发持续兑现，进而推进公司业绩持续增长。

► **投资建议：**基于公司与 GSK 达成合作的 5 亿美金首付款，我们上调公司的盈利预测，预计公司 2025-2027 年实现营收 353.36/371.35/428.79 亿元，同比增长 26.3%/5.1%/15.5%；实现归母净利润 94.84/98.94/115.21 亿元，同比增长 49.7%/4.3%/16.4%，对应 PE 为 45/43/37 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**BD 收入波动风险；市场竞争加剧风险；产品研发不及预期风险；仿制药集采风险；政策变化风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	27,985	35,336	37,135	42,879
增长率（%）	22.6	26.3	5.1	15.5
归属母公司股东净利润（百万元）	6,337	9,484	9,894	11,521
增长率（%）	47.3	49.7	4.3	16.4
每股收益（元）	0.95	1.43	1.49	1.74
PE	67	45	43	37
PB	9.3	6.6	5.9	5.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

63.62 元

分析师 王维肖

执业证书：S0100523100004

邮箱：wangweixiao@glms.com.cn

相关研究

1.恒瑞医药 (600276.SH) 2024 年年报点评：创新驱动卓见成效，BD 加速全球布局-2025/04/01

2.恒瑞医药 (600276.SH) 2024 年三季报点评：坚持创新战略，国内进入收获期，出海双线推进-2024/10/26

3.恒瑞医药 (600276.SH) 2024 年半年报点评：双轮创新驱动业绩大增，管线丰富进展不断-2024/08/22

4.恒瑞医药 (600276.SH) 2023 年年报&2024 年一季报点评：加强早研及技术平台建设，优质创新成果持续获批-2024/04/18

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	27,985	35,336	37,135	42,879
营业成本	3,848	4,474	5,139	5,896
营业税金及附加	258	318	334	386
销售费用	8,336	9,700	10,891	12,579
管理费用	2,556	3,180	3,249	3,752
研发费用	6,583	7,774	7,798	9,005
EBIT	6,800	10,427	10,284	11,905
财务费用	-573	-566	-1,177	-1,401
资产减值损失	-33	-38	-43	-50
投资收益	4	5	6	7
营业利润	7,491	10,967	11,431	13,271
营业外收支	-321	-236	-236	-236
利润总额	7,170	10,732	11,195	13,035
所得税	833	1,246	1,300	1,514
净利润	6,337	9,485	9,895	11,521
归属于母公司净利润	6,337	9,484	9,894	11,521
EBITDA	7,670	11,342	11,287	12,990

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	24,816	40,652	48,351	56,820
应收账款及票据	5,065	5,817	5,387	5,621
预付款项	1,147	1,334	1,532	1,758
存货	2,417	2,772	3,184	3,654
其他流动资产	1,870	2,158	2,228	2,453
流动资产合计	35,315	52,732	60,682	70,306
长期股权投资	666	666	666	666
固定资产	5,132	5,569	5,959	6,311
无形资产	1,192	1,442	1,692	1,942
非流动资产合计	14,821	16,026	16,442	16,859
资产合计	50,136	68,758	77,124	87,165
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,967	2,287	2,627	3,014
其他流动负债	1,666	1,821	1,860	1,981
流动负债合计	3,634	4,108	4,487	4,995
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	412	461	461	461
非流动负债合计	412	461	461	461
负债合计	4,045	4,570	4,948	5,456
股本	6,379	6,637	6,637	6,637
少数股东权益	570	571	572	573
股东权益合计	46,090	64,189	72,176	81,708
负债和股东权益合计	50,136	68,758	77,124	87,165

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	22.63	26.27	5.09	15.47
EBIT 增长率	47.63	53.35	-1.38	15.76
净利润增长率	47.28	49.68	4.32	16.44
盈利能力 (%)				
毛利率	86.25	87.34	86.16	86.25
净利润率	22.64	26.84	26.64	26.87
总资产收益率 ROA	12.64	13.79	12.83	13.22
净资产收益率 ROE	13.92	14.91	13.82	14.20
偿债能力				
流动比率	9.72	12.84	13.52	14.07
速动比率	8.32	11.39	12.05	12.57
现金比率	6.83	9.89	10.78	11.37
资产负债率 (%)	8.07	6.65	6.42	6.26
经营效率				
应收账款周转天数	65.02	53.70	52.43	44.41
存货周转天数	221.30	208.79	208.64	208.75
总资产周转率	0.60	0.59	0.51	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.95	1.43	1.49	1.74
每股净资产	6.86	9.59	10.79	12.22
每股经营现金流	1.12	1.42	1.70	1.84
每股股利	0.20	0.29	0.30	0.35
估值分析				
PE	67	45	43	37
PB	9.3	6.6	5.9	5.2
EV/EBITDA	49.80	33.68	33.84	29.41
股息收益率 (%)	0.31	0.45	0.47	0.55

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	6,337	9,485	9,895	11,521
折旧和摊销	871	915	1,003	1,085
营运资金变动	369	-1,112	115	-664
经营活动现金流	7,423	9,417	11,253	12,187
资本开支	-1,947	-1,824	-1,593	-1,676
投资	-17	0	0	0
投资活动现金流	-1,912	-2,169	-1,588	-1,670
股权募资	0	10,577	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	-1,551	8,588	-1,965	-2,048
现金净流量	3,968	15,836	7,699	8,469

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048